

## 중국 파생상품 시장 동향과 이슈

정진표\*

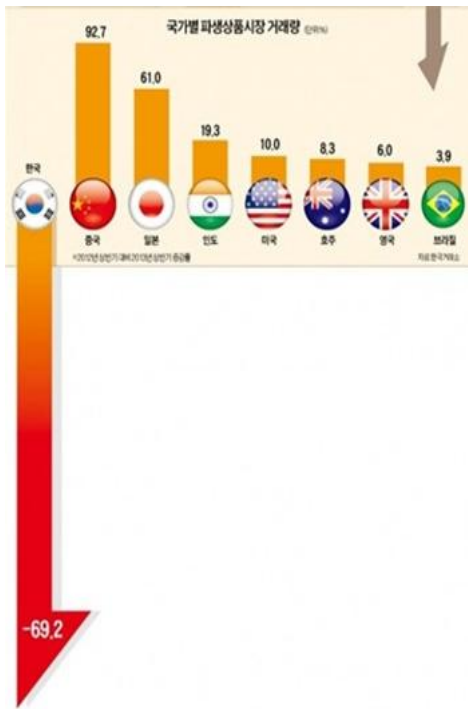
중국의 금융선물시장이 2010.4월에 시작되었으니 거의 4년이 다 되어간다.

짧은 기간 동안에 거래량은 한국 선물시장의 3배가 넘을 정도로 빠른 성장을 하였으며 국채선물과 원유선물을 상장시키는 등 내실도 잘 키우고 있다. 한국인들이 제일 관심을 많이 갖고 있는 중국 옵션시장도 이미 거래소와 선물사간, 고객 간의 모의테스트를 몇 차례 완료하였고, 관련 포럼이 자주 열리는 것을 보면 오픈 시기만 저울질 하고 있는 모양이다.

리커창의 시장개혁 속도는 매우 빠르고 시장논리에 맡기는 형태로 진행되고 있다. 따라서 그 들이 제시한 금융시장 개방 로드맵에 따라 금융산업 구조조정과 금융시장의 선진화는 일정은 순조롭게 진행되고 있다.

중국이 급격히 발전하는 동안 한국의 파생상품 시장은 왼쪽 그림에서 볼 수 있듯이 급속한 거래 감소를 나타냈다. ELW 사건 이후 한국은 각종 규제가 강화되면서 투자 매력도가 떨어져 버렸다. 개인은 물론 기관 및 외국인들까지 시장을 떠남으로써 작년 동기 대비 1/3로 거래량이 줄어들었다. 매력적인 새로운 상품 출시도 없거니와 상장된 상품은 고객들의 냉담한 반응으로 산소 호스로 생명을 연명하는 꼴로 전락하고 말았다. 증거금 인상, 파생상품 거래세 부과, 호가관리 방식 개편 등 각종 규제는 DMA 거래 고객까지 이탈하게 만듦으로써 한국의 파생상품 시장은 탈출구를 찾지 못하고 있다. 지금 상황에서는 금융당국에서 활성화 방안을 만들어 내기가 쉽지 않아 보인다. 이런 상황으로 인

\* (現) 현대증권 해외펀드운용팀 부장



해 많은 국내의 선물 투자자들이 해외의 선물 거래에 관심을 많이 나타내고 있다. 국내투자자들의 해외선물 투자 규모는 매년 큰 폭의 성장세를 보여주고 있으며, 또한 직접적인 현지에서의 투자도 늘고 있다. 그 중 중국 선물 시장에 대한 관심은 가장 크며 몇 년 동안 꾸준히 증가하고 있는 추세다.

### 중국선물투자 관심도 증가

중국 선물업에 대해 이야기할 기회가 예전보다 부쩍 늘었다. 관심을 갖는 계층도 다양해졌다. 선물업은 은행업과 증권업에 비해 관심도나 비중도 떨어지고 관련 일하는 사람도 상대적으로 적어 좀처럼 이슈가 되기 어려운 분야인데 말이다.

그러나 대화를 하다 보면 다소 무서운 생각도 든다. 몇 주 굶주린 호랑이가 먹이 감을 본 듯 중국 선물시장에 자기가 가면 한 건 할 수 있을 것 같다는 무모함을 보인다. 한국에서 못 다 이룬 꿈을 중국에서 세워 보겠다는 호연지기는 좋으나, 중국선물시장을 하룻강아지처럼 너무 상대를 쉽게 보는 것 같다. 특히 금융선물은 시작한지 4년도 안된 신설 시장이므로 제도나 투자자들의 경험이 부족할 터, 기회가 많을 것이라는 생각한다. 틀린 이야기는 아니다. 개장 초기(1~2년)에는 한국선물시장에서 쓰던 알고리즘을 현지화 하여 100~300% 이상의 수익을 창출해 낸 개척자(?)들이 많았다. 지금도 그럴까? 지금은 그렇게 넉넉지 않다. 이미 중국의 선물시장은 한국의 선물시장 거래량 보다 3배 이상 더 큰 시장으로 발전하였고 그제도도 많이 보완되었으며, 또한 투자자 역시 다양해졌다(여기서 투자자가 다양해졌다는 것은 중국내 은행이나 기관투자자들이 늘었다는 것이 아니라 대만, 홍콩, 싱가포르 및 기타 국가들의 선수(?)들이 중국인 명의로 법인의 이름으로 투자하는 주체로 이해해 주었으면 한다. 몇 명이 그리고 몇 개 국가의 투자자들이 활동을 하는지는 정확히 알 수는 없지만 분명한 것은 한국선물시장보다 더 다양한 국가의 선수들이 지금 중국에서 활동 중

이고, 경쟁하고 있다). 유동성도 많아 졌고 수수료도 낮아지는 등 투자환경은 점점 좋아지지만 그만큼 경쟁자가 많아지고 한 수 위의 투자자들이 나날이 새롭게 등장하니 최근에는 수익내기가 더욱 넉넉지 않다.

한 국가가 금융시장을 개방한다는 것은 선진국으로 가기 위해 반드시 해야 할 것 중에 하나이지만 매우 위험할 수 있는 조치일 수도 있다. 자국의 금융시장이 경쟁력이 없는 상황에서 대외개방을 한다는 것은 무장해제를 하는 것과 같을 것이다. 따라서 금융시장을 개방한다는 것은 특수한 경우를 제외하고는 자국의 금융 산업이 경쟁력이 있을 경우에 하는 것이 일반적이다. 즉, 중국선물시장이 외국인에게 개방된다는 것은 자국의 투자자와 선물업계가 어느 정도 경쟁력이 생겼다는 것을 의미하며, 전 세계의 자금력과 경험이 풍부한 투자자들이 같이 중국선물시장에 투자를 하게 될 것이므로 그 만큼 수익을 창출하기가 쉽지는 않을 것이다.

지금 중국선물시장은 외국인에게 개방되어 있지 않은 시장이지만, 소수의 선물투자자들이 중국시장에 직간접으로 투자를 하고 있을 것이다. 나는 그들의 모험 정신을 높이 평가하고 싶다. 그들의 투자행위를 두고 불법이나 합법이나 갑론을박할 필요는 없다고 본다. 누구보다도 그들 스스로가 자신들의 법적 및 시장 리스크에 대해 충분히 고민을 했을 것이고, 현명한 선택을 했으리라 본다. 중요한 것은 그 들은 판단했고 실천에 옮겼다는 것이다. 아직도 책상머리에서 팬데만 굴러가며 리스크만 걱정하고 있는 사람들과는 다르다고 본다.

## 옵션시장의 개설

다행인 것은 한국 투자자들이 제일 관심이 많은 옵션에 대한 시장이 이르면 내년 상반기에 오픈될 것으로 예상된다. 개별 주식 옵션만 먼저 오픈하는 부분적인 옵션 시장이지만 한국 투자자들이 이 부분에서 많은 노하우와 기술적 테크닉을 가지고 있어 호재임은 틀림없다.

2013. 12월 초 심천에서 열린 제9회 국제선물거래소 원탁포럼에서 상해증권거래소 부사장인 谢玮는 “2012년에 거래소의 모의투자거래를 완료하였고 2013년에 115개 회원사(증권사)와 모의거래를 완료하였다. 이 일정으로 진행된다면 2014년 4월에는 정식 거래가 가능해 보인다.”라고 발표하였다. 10년 전부터 연구해온 옵션시장개설 준비는 드디어 막바지 단계에 온 것이 분명해 보인다. 중국에서는 예정된 일정보다 훨씬 뒤로 연기되어서 오픈하는 것이 대부분이지만, 이번의 경우에는 연기되더라도 그다지 오래 걸리지 않을 것 같은 느낌이 들 정도로 여러 군데에서 옵션시장에 대해 이야기들이 많다.

특이한 것은 개별주식옵션은 선물사를 통해서 거래하는 것이 아니라 증권사를 통해 거래를 한다. 금융선물은 선물사, 주식옵션은 증권사에서 거래를 하다 보면 투자자들만 혼란스럽고 불편할 것으로 보인다. 그래서 지금 선물사를 통해서도 거래를 할 수 있는 방안을 적극적으로 검토하고 있는 것으로 안다. 이 방법의 주요 방안으로는 대리위탁업무 형식을 빌리거나 선물사가 증권거래소의 특별회원으로 등록하는 방법 등이 있을 수 있다.

## 중국선물시장에 투자가 가능한 가

중국 파생상품에 관심이 있는 분들의 가장 자주하는 질문이 어떻게 중국 시장에 진출할 수 있느냐 이다. 이에 대한 답변을 개인의 경우와 금융사의 경우로 나눠서 풀어보도록 하겠다.

현재 외국인은 중국 선물시장에 투자하는 것이 불가능하지만 개인 투자자의 경우 굳이 하겠다고 한다면 중국인의 차명을 빌려 거래하는 방법과 중국내 법인을 만들어 투자하는 방법을 검토해 볼 수 있다. 중국인의 차명을 빌려 거래하는 것은 제도상 불법이며 명의대여자와의 분쟁이 발생할 수 있는 방법이므로 피해야 할 것이다.

중국의 법인 형태는

- 가) 중국 자본으로만 구성된 국내법인,
- 나) 중국+외국자본으로 결합된 합자법인,

다) 외국자본으로만 구성된 외자법인으로 나뉜다.

중국 국내법인은 중국자연인으로 보기 때문에 투자에 문제가 될 것은 없다. 그러나 합자회사와 외자법인의 경우 주의해야 할 것이 있다. 합자 및 외자 기업 설립 시에는 투자 목적을 적게 되고 그에 따라 자본금의 유입을 중국 상무국과 외환관리국(SAFE)에서 통해 승인을 받게 되는데, 이 자본으로 초기 기술한 목적과 다른 용도로 사용하게 되면 나중에 세무당국과 향 후 이익금의 본국 송출시 문제가 된다. 따라서 합자법인 자본금 중의 외자자본, 외자법인의 자본금으로는 금융투자를 할 수 없다. 단, 합자회사의 중국측 자본금과 사업을 영위하면서 발생한 수익금으로는 금융투자가 가능하다.

금융사의 중국선물시장 진출은 현재로써는 중국선물사의 지분출자 형식이 가장 좋을 듯하다. 중국 선물사에 지분출자하기에 시기적으로나 비용적인 측면에서 가장 적기라고 생각이 된다. 이해를 돕기 위해 선물시장과 선물사 현황, 외국금융사의 지분참여 사례 등을 살펴보도록 하겠다.

## 중국선물업 현황

한국의 선물사는 자본시장통합법이 시행된 이후 증권사와 경쟁 속에서 매년 영업환경이 안 좋아지고 있는 실정(국내 선물사 절반이 적자로 전환)이다. 투자자가 흥미를 느낄 정도의 제도나 시장 환경이 좋아지면 상황이 달라질 수 있겠지만 지금으로써는 당분간 이런 현상은 지속될 것으로 보인다.

중국 선물사의 경영 성과 역시 2012년말까지는 그리 좋지는 않다. 선물업 자체가 회사마다의 차별성을 크게 부각시킬 수 있는 업종이 아니다보니 영업비용의 증가와 출혈경쟁으로 인해 수익성이 떨어진다.

2012년 말까지의 데이터로만 분석해 보면 그 참담함을 알 수 있다. 160개의 선물사 중 2010년도에는 23개, 2011년에는 45개, 2012년에는 31개의 선물사가 각각 적자를 발생했다. 최근 2년 연속 적자를 발생한 선물사도 무려 26개사나 된다. 그나마 긍정적으로 생각할 수 있는 것은 고객의 투자자산이 늘고 있다는 점, 국채선물과 원유선물 등 지속적인 신규 상품이 상장된다는 점 그리고 자산

관리업무의 허가 등 신규 업무의 인가 및 옵션 업무의 추가 예정과 1억 위안 이상 순이익을 창출하는 선물사의 숫자가 크게 증가하고 있다는 것은 한국의 선물업 환경과는 사뭇 다르다. 특히 2013년에는 작년 대비 약 100% 정도의 거래량이 증가하였으므로 선물사의 양호한 실적과 두툼한 보너스 잔치가 벌어질 것으로 보인다.

다양한 선물 상품의 상장과 금융시장의 개방은 선물사에게 더 좋은 수익 창출의 기회를 줄 것으로 보인다. 그러나 아직 글로벌 선물 브로커들과 싸우기에는 자본금 규모나 시스템 운영 역량에서는 매우 열악하다. 따라서 중국 금융당국의 주도하에 선물 산업의 개편이 일어날 것으로 보이며 10년 전의 증권사 구조조정과 마찬가지로 선물 업종내의 선물사 통폐합 등 변화가 일어날 것이다. WTO 가입 후 중국은 300여개의 난립한 증권사를 114개로 줄이며 건전화를 추진해 왔고 성공적으로 안정화되었다. 이제는 중국금융당국이 선물사에 관심을 가져 볼 시기가 되었다. 현재 중국 선물사는 160개가 되는데 증권사에 비해 자본력이나 경쟁력이 턱 없이 떨어지며 그 개수는 너무 많다. 자본금은 평균 300~500억 정도의 작은 규모이며 영업점 수 역시 대부분 10여개 미만이다. 선물사의 대형화와 선진화를 요구할 수 밖에 없으며 자본금 증자나 통폐합 등을 통한 해결책을 모색할 수밖에 없다.

#### 〈중국 선물사 자본금 분포 추이〉

자본금 규모(위안)	2012년 선물사 수	2011년 선물사 수
10억위안 이상	4	3
5억 ~ 10억	17	11
1억 ~ 5억	98	96
1억위안 이하	41	50

위의 표에서 알 수 있듯이 나름 증자를 통해 대형화를 취하고는 있지만 아직 갈 길이 멀어 보인다. 1억위안 이하의 경우에는 위태로워 보이기도 한다. 자본금 10억 위안 이상인 4개 선물사는 中国国际期货、中证期货、广发期货、海通期货인데, 이 중 [중국국제선물사]의 대형화 속도가 매우 빠르다.

중국 상품선물시장의 규모와 그 중요성은 한국과 비교가 안 될 정도로 매우 크다. 선물시장에서 농산물과 원유 등 자원 무기가 될 수 있는 중요한 상품 가격이 주요 서방 플레이어들에게 농락당했다는 감정을 갖고 있기 때문에, 이 가격 시장의 패권을 중국에서 가지고 가고 싶어 한다. 따라서 중국은 미국 시카고선물거래소 이상으로 중국선물시장을 야심차게 키울 욕심이 갖고 있으며 중국계 은행과 증권사를 글로벌한 market maker로 만들려고 노력 중이다. 또한 그 위상에 맞는 국제화된 로컬 파생브로커를 만들려고 한다. 그 중심에 서 있는 것이 중국국제선물사이다. 중국국제선물사의 본사는 북경에 있으며 2012년 11월에 화원선물사를 인수하면서 자본금 15억 위안, 영업점 56개의 중국 최대 선물사로 등극했다. 증권업에서는 “중신증권”이 있다면, 선물업에서는 “국제선물”이 황태자인 것이다. 더 자세한 내용은 [www.cifco.net](http://www.cifco.net) 을 통해 정보를 얻을 수 있다.

## 중국선물사 유형

선물사는 대주주 성분에 따라

- 가) 국유기업형 : 지방정부 또는 국유기업이 대주주인 형태
- 나) 금융사 자회사형 : 대부분 은행 또는 증권사가 모회사인 형태
- 다) 일반 선물사형 : 대주주가 개인이거나 일반법인인 형태

등으로 나누어진다. 회사수로 따진다면 각각 1/3씩 차지하고 있다.

3가지 형태 중에 가장 시장에 민첩하게 반응하고 대형화를 피하는 곳은 금융사 자회사형태의 선물사들이다. 대부분 증권사인 모회사와의 IB업무(Introduce Broker) 계약(계좌개설, 정보제공, 기타 업무지원을 통해 수수료 공유)을 체결하여 모회사의 영업 점포망과 고객을 그대로 흡수할 수 있는 강점 때문에 시장 점유율이 매우 높으며, 모회사의 지원으로 대형화에도 아무 장애 없이 순조롭게 진행 중이다. IB업무는 중국의 거대한 공간적인 특성상 한국보다 많이 활성화될 수밖에 없는 업무이다. 평균 10개 이하의 영업점을 가지고 있는 선물사 입장에서는 이런 IB 업무를 통하지 않고서는 2선 및 3선의 지방 도시의 고객들을 유입할 수 있는 방법이 없다. 선물사 입장에서는 매우 중요한 비즈니스 모

델이며, 금융사를 모회사로 두고 있는 선물사가 상대적으로 유리한 영업환경을 가지고 있다고 할 수 있다.

〈2012년 중국 선물사 중 금융자회사형 선물사의 점유 비중〉

	자본금	순자본	순자산	수수료 수입	순이익
전체 선물사 합계(만元)	3,444,845	4,169,104	4,566,695	1,227,309	355,586
금융 자회사형 선물사(만元)	1,954,681	2,152,927	2,379,321	708,790	210,146
점유 비중	56.74%	51.64%	52.10%	57.35%	59.10%

자금력과 영업 네트워크가 가장 부족한 곳은 일반선물사형이다. 따라서 중국 선물업 진출을 원하는 국내 금융사가 있다고 하면 이런 종류의 회사 중에서 좋은 파트너를 찾는 것이 가장 효율적인 결과가 나올 것이다. 중국 증권사의 최근 15년간의 발전과정을 분석해 보면 많은 참고가 될 것이다. 그리고 홍콩을 통한 진출 방안도 꼭 검토해 보시길 바란다.

## 중국선물사의 성장과 외자계 선물사

2012년도에 적자가 난 선물사도 있지만 전체적으로 많은 선물사들이 외형적 성장을 해 가고 있음을 아래 표에서 알 수 있다. 더군다나 2013년도에는 국내 선물시장과 원유선물 시장의 개방, 그리고 금융선물의 폭발적인 증가로 수익성이 매우 좋아졌다. 향후에도 지속적인 상품의 출시(특히 옵션시장)가 예상되고, 시장의 개방도에 따라 선물사의 영업전망은 매우 밝다.

〈중국 선물사 년도별 순자산 분포〉

순자산(위안)	2012년 선물사 수	2011년 선물사 수	2010년 선물사 수
10억위안 이상	9	5	0
5억 ~ 10억	20	13	10
1억 ~ 5억	86	91	84
1억위안 이하	45	51	69



중국선물시장이 대외개방이 될 경우 많은 외국투자자금이 중국선물시장에 투입되어 거래가 폭증할 것이다. 또한 중국상품선물시장과 미국 시카고선물거래소 및 유럽의 상품선물거래소 간의 차익거래시장도 형성될 수 있고, 단일 상품의 거래로 지역간 거래소를 통해서 24시간 거래가 가능해 질 수 있으며 투자자는 안정적인 헤지거래를 할 수 있으므로 그로 인한 거래까지 더해질 것이다. 또한 95% 이상이 개인으로만 거래되고 있는 현재의 중국금융선물시장 역시 기관투자자의 거래가 활성화 될 예정이니 향후 발전 가능성은 매우 높다고 할 수 있다.

현재 중국내에 외국자본이 들어가 있는 합자선물회사는 4군데이다. 이 들 외국인 투자자는 RBS, New Edge, ABN Amro(Asia), JP Morgan 등등 글로벌 파생시장의 리더들이면서 글로벌 FCM(Futures Commission Merchant)들이지만 아직은 큰 경영실적은 나오지 않고 있다. 그들은 중국내의 로컬 브로커리지 시장도 바라보지만 중국의 해외선물시장(outbound)도 큰 먹거리로 바라본다. 아직 중국에서 자유롭게 투자할 수 없는 해외선물시장이지만 이 시장은 폭발적으로 커질 수 있는 잠재력을 가지고 있다. 이럴 경우 거래의 최종 Counter Party는 대부분 그 들의 모회사인 글로벌 FCM(Futures Commission Merchant)들이다. 또한 파생상품 시장이 개방될 경우 이들 모회사의 주문과 기타 외국계 플레이어들의 주문만 받아 처리해도 충분한 승산이 있다고 본다.

해외기관의 중국 선물회사 지분참여는 예전보다 수월해 질 것으로 보인다. 2013. 12월 초 중국증권감독위원회(CSRS) 부주석인 강양의 말을 인용하면 중국 선물사 지분의 해외참여에 대해 우호적인 개방을 할 것이며, 각종 규제와 개방을 위한 선물법 입법 추진을 가속화 하겠다고 하였다. 이렇게 되면 경영이 악화되어 있거나 대형화하려는 중국 선물사들의 구매가 많아 질 것으로 보이므로 지분에 대한 프리미엄이 상대적으로 낮아질 수 있다. 개인적으로 최소 5~10여 군데의 희망 선물사가 나타날 것으로 보이며, 중국 선물사에 대한 직접적 투자를 기획하고 있는 금융기관이라면 좋은 투자 시점을 잡을 수 있어 보인다.

직접 지분투자를 한 4군데 이외에 간접적으로 선물업에 진출해 있다고 볼 수 있는 곳도 있다. 선물사의 모회사인 증권사에 지분투자가 된 외국금융사를 말하는데, 현재까지 약 10개 정도이다. 지분투자를 한 증권사가 보유한 선물사, 합자 증권사의 중국파트너 증권사가 가지고 있는 선물사 등 그 유형은 다소 차이가 나지만 외국 투자 파트너의 지원(고객, 업무, 모델 등)을 충분히 받을 수

있는 구조인 듯하다. 이러한 종류의 외국 파트너로는 대표적으로 UBS, 도이치, 모건스탠리, 골드만삭스 등이 있다.

그렇다면 우리는 중국 로컬선물사와 글로벌외자 합자선물사 사이에서 어떤 전략을 가지고 살아남을 수 있을까 ?